

中信证券研究部



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001



宋韶灵
汽车分析师
S1010518090002



联系人：尹欣驰

核心观点

公司是汽车轻量化金属件龙头，保险杠支架业务为国内第一。公司率先配套全球中高端品牌新能源汽车电池壳业务，平均单车配套价值量达到 2500 元以上。公司新能源汽车相关产品在手订单量领先，产品优势显著，已经开启全球化配套进程，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 公司是国内汽车轻量化金属件龙头。公司 2017 年实现营收 118 亿元，五年 CAGR+19.4%；实现归母净利润 3.31 亿元，五年 CAGR+23%。公司营收 77% 为汽车金属及塑料件，16%为塑料管道系统。公司是国内汽车轻量化金属件龙头，保险杠支架业务国内第一，且是国内最早布局热成型金属件的企业之一。

■ 轻量化零件渗透率提升，电动化催生电池壳需求。根据国家轻量化技术路线规划，2025 年国内汽车高强钢应用达到 50%以上，铝材料用量达到 250kg 以上。预计到 2025 年，国内热成型市场规模将达到 360 亿元，7 年 CAGR 达到 15%；铝结构件市场规模将达到 3400 亿元，7 年 CAGR 达到 14%。另外，电动化趋势催生了新能源车对铝电池壳的需求，我们预计单车平均价值量在 2500 元左右，当前市场空间为 40 亿元，未来 7 年 CAGR 有望达到 21.4%。

■ 轻量化技术升级，全球进程开启。公司是国内最早布局热成型金属件的企业之一，当前已有 13 条产线，2017 年营业额超过 6 个亿，主要客户为通用、大众等主流整车厂商。公司铝加工技术领先，实现了从铝保险杠到铝电池壳体的产品跨越，单车价值量从 350 元提升至 2500 元。通过收购 WAG，公司打入保时捷、宝马等欧系豪华品牌全球供应体系，并开启全球配套电池壳体的进程。

■ 风险因素：汽车销量不及预期；新产品销量、盈利能力不及预期。

■ 投资建议：公司是汽车轻量化金属件龙头，率先配套中高端客户电池壳，单车价值量提升在 2500 元以上。公司在手订单量领先，产品优势显著，全球化配套加速。我们预测公司 2019/2021 年 EPS 为 0.57/0.71/1.03 元，结合公司业绩增速，2021 年以后新能源汽车产品开始放量，以及行业平均估值水平，我们认为公司合理估值为 2019 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 17.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

凌云股份	600480
评级	买入（首次）
当前价	11.49 元
目标价	17.8 元
总股本	455 百万股
流通股本	451 百万股
52 周最高/最低价	15.64/7.34 元
近 1 月绝对涨幅	35.83%
近 6 月绝对涨幅	33.83%
近 12 月绝对涨幅	-15.16%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,897.88	11,844.95	12,530.00	13,506.00	14,488.86
营业收入增长率	23%	33%	6%	8%	7%
净利润(百万元)	213.03	331.03	260.58	323.94	470.46
净利润增长率	55%	55%	-21%	24%	45%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.47	0.73	0.57	0.71	1.03
毛利率%	20%	19%	18%	18%	19%
净资产收益率 ROE%	6.09%	8.74%	6.60%	7.73%	10.31%
每股净资产（元）	7.69	8.32	8.67	9.21	10.03
PE	25	16	20	16	11
PB	1	1	1	1	1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 22 日收盘价

目录

凌云股份：国内汽车金属件和市政管道龙头.....	1
公司是国内汽车金属件和市政管道龙头	1
公司业绩稳健增长，全球化稳步前行	2
电动化带来新的轻量化零部件需求	4
车身金属结构件行业市场稳定	4
塑料管道行业增速放缓，格局分散.....	5
轻量化技术成为金属结构件新的增长极	6
电动化趋势催生新的零部件需求	8
轻量化技术厚积薄发，把握电动化、全球化契机.....	9
热成型业务布局前瞻先发制人	9
铝加工技术领先，电动化产品升级.....	10
全球化进程开启，未来成长可期	11
风险因素	12
盈利预测与估值评级	13
关键假设及盈利预测	13
估值与评级	14

插图目录

图 1：凌云股份产品谱系一览.....	1
图 2：凌云股份国内产能布局.....	2
图 3：公司营业收入情况（单位：亿元）	2
图 4：公司净利润情况（单位：亿元）	2
图 5：2017 凌云股份收入结构.....	3
图 6：公司毛利率和归母净利润率情况	3
图 7：凌云股份股权结构图	3
图 8：汽车整车中各种材料重量占比.....	4
图 9：我国塑料管道产量.....	5
图 10：塑料管道按材质大概可以分为 PE、PVC、PPR 三类.....	5
图 11：国内不同类型塑料管道的销售量比例（按重量计）	5
图 12：中国汽车污染物排放问题刻不容缓	6
图 13：各国碳排放降幅目标推动汽车轻量化	6
图 14：新能源车密度大于燃油车，轻量化必不可少（单位：kg/m ³ ）	6
图 15：汽车轻量化能够显著提升续航能力	6
图 16：热成型高强钢在汽车轻量化当中的应用	7
图 17：铝合金应用有效减少车身质量.....	7
图 18：全球白车身热冲压市场规模（单位：亿美元）	7
图 19：铝合金电池壳体产品	8
图 20：全球新能源汽车销量到 2025 年将达到 1200 万辆	9
图 21：全球铝电池壳市场到 2025 将有 300 亿元的空间	9
图 22：凌云股份国内产能布局.....	9
图 23：凌云股份部分热成型零部件产品和主要客户	10
图 24：公司的铝合金保险杠产品示意图	10
图 25：铝合金保险杠产品.....	10
图 26：公司汽车管路主要产品.....	11
图 27：WAG 为汽车轻量化结构件专家.....	12
图 28：凯毅德主要产品	12
图 29：凯毅德 2014-2017 年营收增长.....	12

表格目录

表 1：公司股权激励方案.....	4
表 2：汽车轻量化技术发展路线.....	8
表 3：公司已获得宝马、保时捷等知名厂商的电池壳项目订单。	11
表 4：营业收入和毛利率预测.....	13
表 5：可比公司估值情况	14
表 6：公司盈利预测表	15

■ 凌云股份：国内汽车金属件和市政管道龙头

公司是国内汽车金属件和市政管道龙头

公司主营主要业务包括汽车金属及塑料零部件、塑料管道系统。汽车业务板块中，汽车金属件主要包括安全防撞系统（保险杠横梁、侧门防撞杆等）和车身结构件（门槛件、车门窗框和车身冲压焊接件）；汽车管路系统产品按材质分为塑料管路、橡胶管路和尼龙管路产品。2017 年，公司汽车金属件业务营收超过 40 个亿，体量国内领先；公司的汽车管路系统市占率约为 30%，行业居首，尤其是在卡车市场占有率高达 70%。公司市政工程管道产品主要包括塑料管道和熔接管件等，主要用于水和气体的输送，为国内市占率第一。

图 1：凌云股份产品谱系一览



资料来源：公司官网，中信证券研究部

公司在国内产能布局辐射五大区域，配套客户能力较强。公司汽车业务生产基地主要分布在东北（长春、哈尔滨和沈阳）、华北（涿州、北京、天津和张家口）、华东（上海、仪征、芜湖和海宁）、华中（武汉、湘潭、南昌和广州）和西南（成都、重庆和柳州）五大区域，就近配套一汽大众、北汽、上汽等下游汽车客户。公司市政工程管道子公司主要有深圳亚大、四川亚大、上海亚大和河北亚大等。

图 2：凌云股份国内产能布局

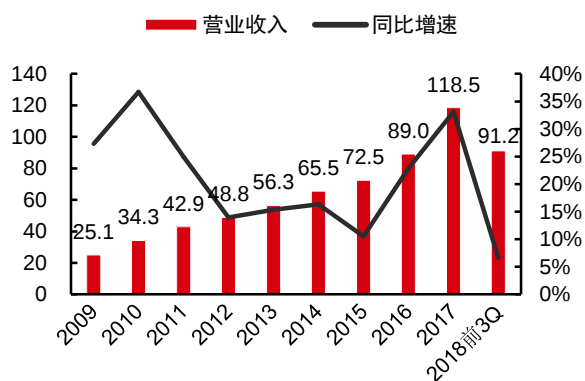


资料来源：公司官网，中信证券研究部

公司业绩稳健增长，全球化稳步前行

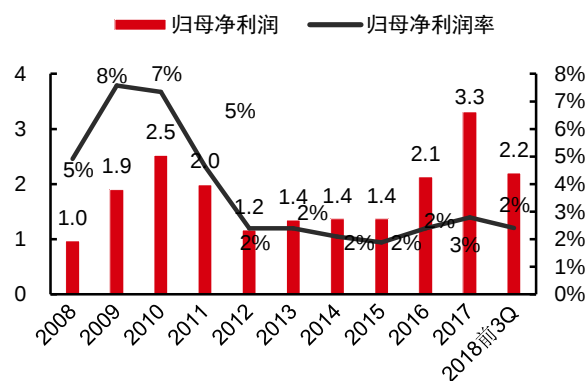
公司营业收入快速增长，盈利能力较为稳定。2018 年前三季度，公司实现营业收入 91.2 亿元，同比增速 7%；实现归母净利润约 2.2 亿元，归母净利率为 2%。2009 年至今公司营业收入实现较快增长，营收 8 年 CAGR 为 21.4%，归母净利润 8 年 CAGR 为 7.1%。汽车金属及塑料管件业务占公司营收的比例为 77%，塑料管道系统业务占比为 16%。

图 3：公司营业收入情况（单位：亿元）



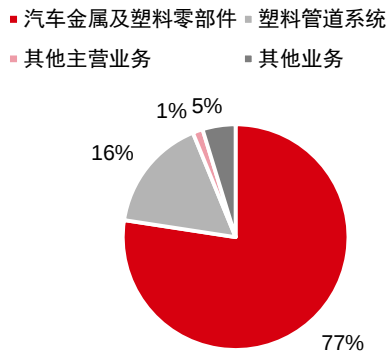
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：公司净利润情况（单位：亿元）



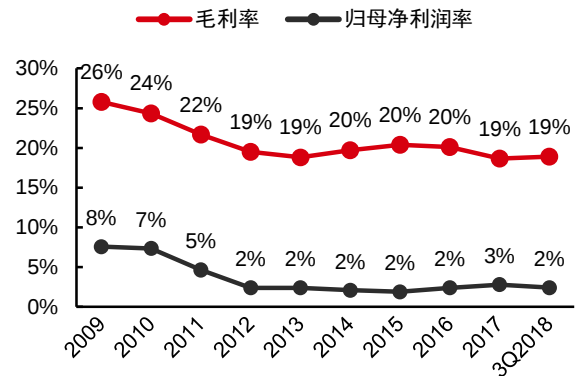
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：2017 凌云股份收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

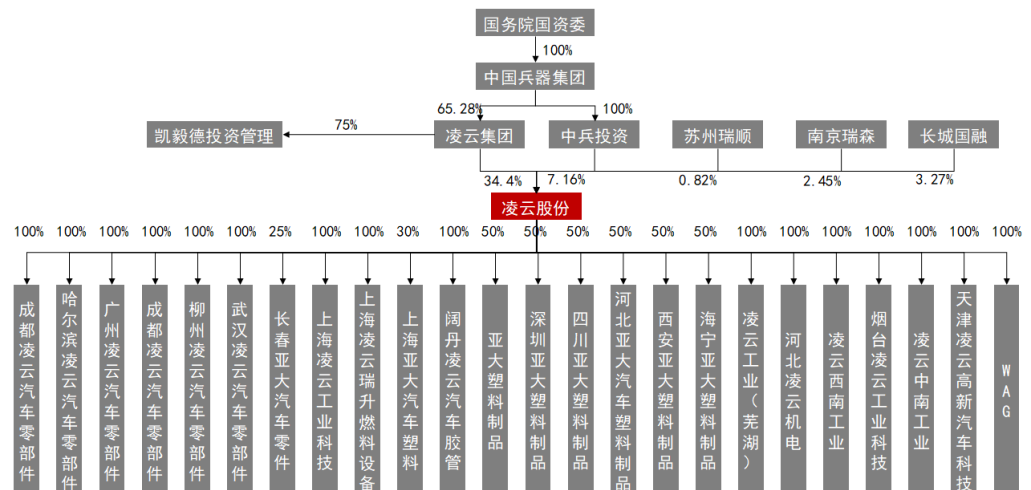
图 6：公司毛利率和归母净利润率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司股权结构稳定，不断合并并购推动全球化扩张。北方凌云工业集团是第一大股东，持股比例达 34.4%；实控人为国资委，股权结构稳定。1987 年，凌云工业股份有限公司与瑞士跨国企业乔治费歇尔公司各持有 50% 的股份，成立亚大集团，形成汽车管路系统和市政工程管道系统两大产品支柱。2012 年，公司股东凌云集团收购全球汽车门锁龙头凯毅德（Kiekert），整合国际领先的技术，并开始向中高端客户渗透。2015 年，公司收购德国铝制汽车零部件企业 WAG 公司，补齐自身在铝加工工艺上的短板，并进入保时捷、宝马和奥迪等豪华品牌的供应体系。

图 7：凌云股份股权结构图



资料来源：公司公告。中信证券研究部

公司已开始实施股权激励，解锁条件为 2018-2020 年业绩达标。2016 年 12 月 29 日，公司公布股权激励计划，激励对象为公司董事、高管、技术及管理核心骨干。2017 年 9 月 1 日，公司以 10.44 元/股的价格，实际授予 77 名激励对象 413 万股，占总股本 0.92%。股权激励的解锁条件为，2018/19/20 年扣非归母净利润增长相比 2016 年达到 21%/33%/46%。

表 1：公司股权激励方案

项目	内容			
激励对象	公司董事、高管及核心技术和骨干			
股票数量	限制性股票数量为 450 万股公司股票（对应 83 名激励对象），占本激励计划公告日公司总股本的 0.9979%。 第一/二/三个解锁期解锁数量占获授数量比例为 40%/30%/30%			
有效期	5 年，自授予日起计算			
锁定期	自限制性股票授予日起的 24 个月为锁定期			
解锁安排	业绩指标	第一期解锁	第二期解锁	第三期解锁
	归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润增长率	2018 年净利润较 2016 年增长 21%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平	2019 年净利润较 2016 年增长 33%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平	2020 年净利润较 2016 年增长 46%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平
	净资产收益率	2018 年净资产收益率达到 6.0%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平	2019 年净资产收益率达到 6.3%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平	2020 年净资产收益率达到 6.5%，且不得低于公司对标企业 75 分位值水平
	主营业务收入占营业收入比重	2018 年主营业务收入占营业收入比重不低于 97%	2019 年主营业务收入占营业收入比重不低于 97%	2020 年主营业务收入占营业收入比重不低于 97%

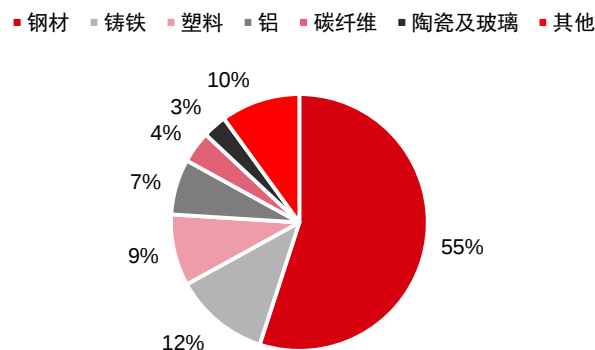
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 电动化带来新的轻量化零部件需求

车身金属结构件行业市场稳定

车身金属结构件行业规模趋稳，格局分散。在汽车零部件当中，车身金属件重量占比超过 70%，其中钢材约占 55%，铸铁约占 12%，铝约占 7%。假设乘用车平均质量为 1500kg，据我们测算车身金属件平均单车价值大约在 2 万元左右，则当前国内车身金属结构件行业规模超过 5000 亿元。由于一半以上的车身金属结构件生产都在主机厂冲压车间完成生产，因此我们预测国内行业规模大约在 2500 亿元左右。虽然近年铝、玻纤等轻量化材料在汽车上应用有逐渐提高的趋势，但是昂贵的价格限制了轻量化材料对钢和铸铁的大规模替换，因此车身金属结构件行业规模较为稳定，年增幅预计不超过 5%。

图 8：汽车整车中各种材料重量占比



资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

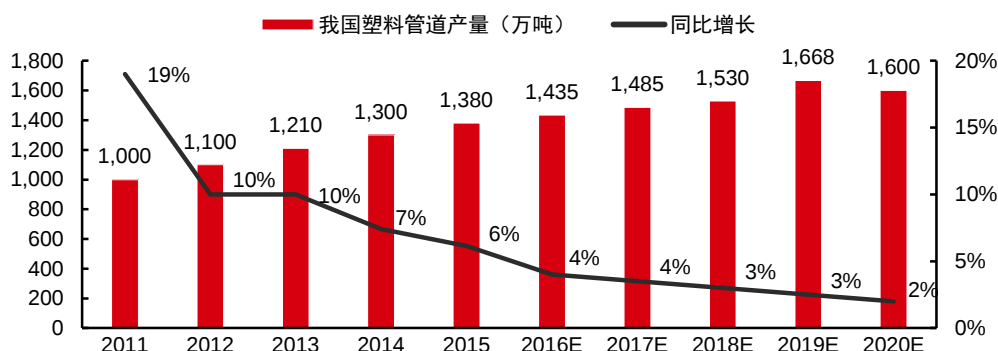
车身金属结构件行业整体技术门槛不高，所以竞争格局相对分散。车身金属结构件的主要加工工艺是冲压和焊接，工艺现在已经非常成熟。行业整体技术门槛不高，且与主机厂有较强的地缘纽带关系，因此行业格局相对分散。

汽车安全防护系统技术壁垒相对较高。保险杠支架、车门防撞梁等车身金属件为安全相关的关键零部件，需要满足乘员和行人保护的要求，对设计能力、轻量化材料（如高强度钢、热成型钢和铝材等）加工工艺等要求较高。2017 年，凌云股份汽车安全防护产品国内市占率第一，保险杠产品市场占有率为 21%。

塑料管道行业增速放缓，格局分散

国内塑料管道增速放缓，行业集中度有待提高。根据中国塑料加工工业协会的预测，2020 年全国塑料管道的总产量预计为 1600 万吨，增速将放缓至 3% 以下。未来国家对大气、水污染防治等环保方面的高标准要求，对新型城镇化、排涝管网、地下综合管廊、海绵城市等基础设施建设给予的发展政策将是驱动塑料管道行业规模增长的主要动力。由于塑料管道行业品类和应用繁多，整体集中度较低。国内塑料管道产能达 3000 万吨以上，且年产量 1 万吨以上的企业约有 300 家，产能超过 10 万吨的仅有 20 家。

图 9：我国塑料管道产量



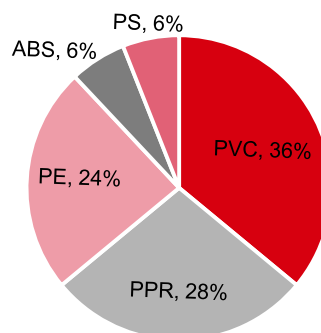
资料来源：中国塑协、中信证券研究部

图 10：塑料管道按材质大概可以分为 PE、PVC、PPR 三类



资料来源：中国塑料管道网，中信证券研究部

图 11：国内不同类型塑料管道的销售量比例（按重量计）



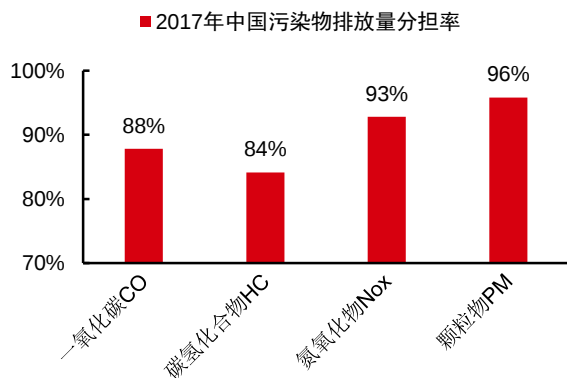
资料来源：中国产业研究（转引自中国产业信息网）中信证券研究部

市政工程管道等细分市场格局较为集中。在市政工程管道市场，凌云股份旗下的亚大管路技术行业领先，细分市场占有率高达 70%，优势明显；其中，天然气 PE 管道占据国内燃气输送管道市场约 50% 的份额。

轻量化技术成为金属结构件新的增长极

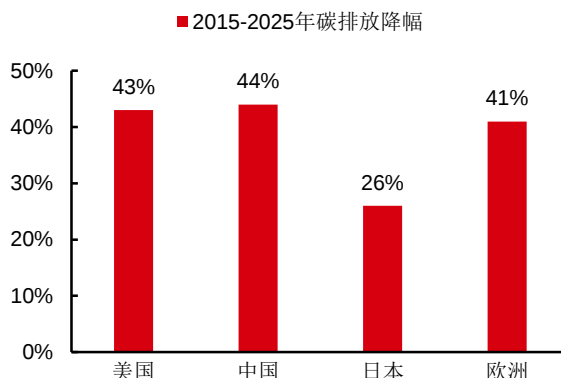
节能减排推动汽车轻量化结构件渗透。2017 年，机动车四项污染物排放总量同比下降幅度仅为 2.5%。其中，汽车的四项污染物排放量分担率均在 80% 以上，是污染物排放的主要源头。2018 年，我国“国六”标准落地，要求新售车辆各类排放物降低 30-50%，油耗水平显著降低，预计于 2020 年开始执行。主机厂除了优化发动机燃烧和排放外，还需要应用更多的轻量化零部件为整车减重，辅助实现减排的目标。

图 12：中国汽车污染物排放问题刻不容缓



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

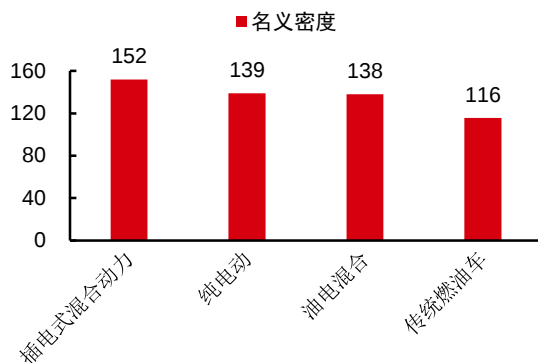
图 13：各国碳排放降幅目标推动汽车轻量化



资料来源：第一电动网，中信证券研究部

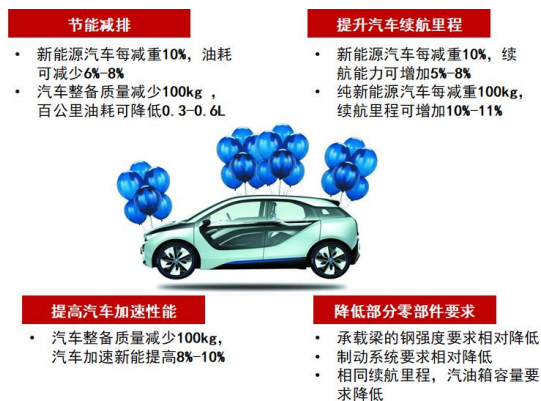
轻量化零部件能有效提升新能源汽车产品竞争力。新能源汽车动力电池质量较大，因此新能源车的名义密度显著大于传统燃油车。在动力电池能量密度短期内无法快速提升的前提下，轻量化金属结构件的应用能显著降低车身质量，提高新能源汽车的动力性能、续航里程和操控性能。根据盖世汽车研究院，新能源汽车每减重 10%，续航能力可增加 5%-8%。

图 14：新能源车密度大于燃油车，轻量化必不可少（单位：kg/m³）



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

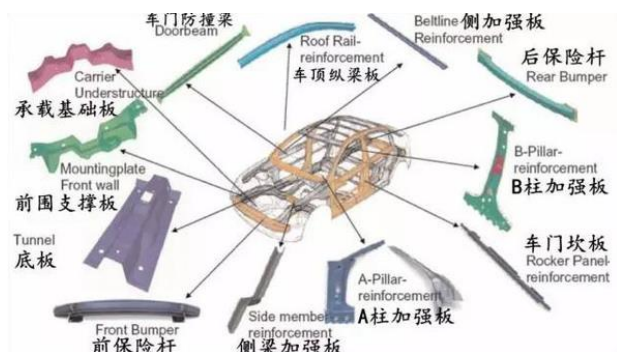
图 15：汽车轻量化能够显著提升续航能力



资料来源：盖世汽车研究院，智电汽车，中信证券研究部

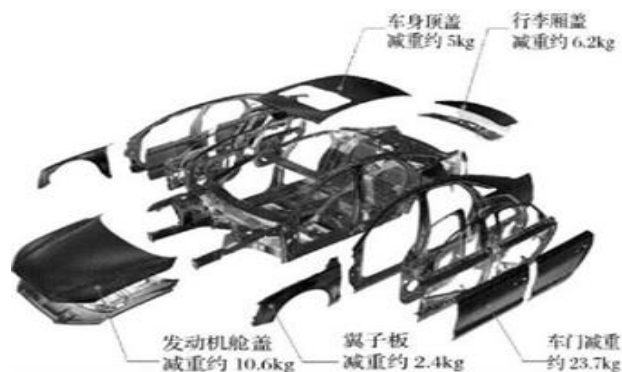
轻量化技术的两大主流途径：热成型和铝材料应用。热成型是指将高强度钢板加热实现相变，在冲压成型过程中通过模具内部的水冷系统来完成淬火，获得高强度、高抗变形性与高硬度。热成型结构件主要用于保持汽车乘员舱安全空间的零件，如 AB 柱、车门防撞梁和中央通道等。铝材料则是由于成型性较好，密度约为钢材的 1/3，且通过热处理后强度可达 600MPa 以上，替代钢铁可减重约 50%。铝材料常用于发动机舱盖、翼子板和行李箱盖等车身覆盖件。

图 16：热成型高强度钢在汽车轻量化当中的应用



资料来源：盖世汽车网，中信证券研究部

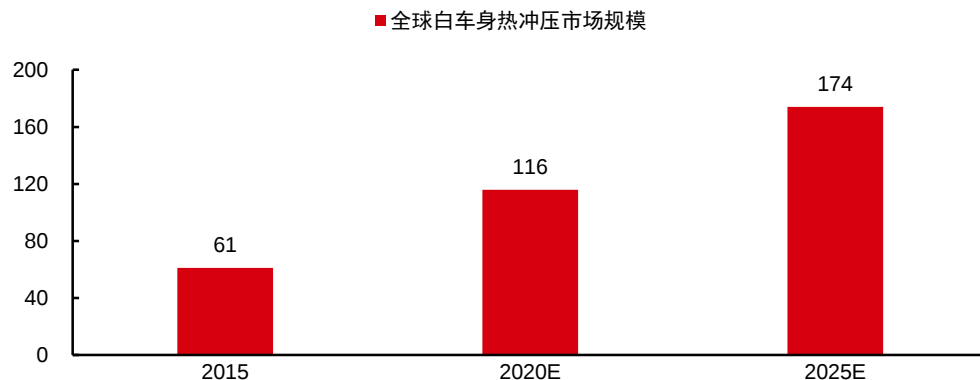
图 17：铝合金应用有效减少车身质量



资料来源：盖世汽车网，中信证券研究部

国内热成型金属件市场规模超百亿，预计未来 7 年 CAGR 为 15%。根据 Roland Berger 预测，未来受汽车污染物排放政策的影响，热成型结构件的应用比例显著提升。预计 2020/2025 年全球白车身热冲压市场规模将达到 116/174 亿美元，10 年 CAGR 为 11%。根据我们测算，国内热成型金属件单车价值量约为 800-1500 元，渗透率大约在 60%。预计 2019 年国内热成型金属件市场规模为 116 亿元，2025 年可达 306 亿元，7 年 CAGR 为 15%。

图 18：全球白车身热冲压市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Roland Berger，中信证券研究部

铝合金用量提升趋势明确，预计 2030 年用量将翻倍。目前国内汽车单车铝合金用量水平大约在 110-130kg。根据中国汽车工程学会发布的轻量化技术发展路线，2025/2030 年单车用铝量不低于 250/350kg，增长 92%/169%，因此铝合金金属件的单车价值量也将

有望翻倍。根据我们的测算，2020/2025 年国内汽车铝合金应用的市场规模将超过 2300/3400 亿元，7 年 CAGR 达 14%。

表 2：汽车轻量化技术发展路线

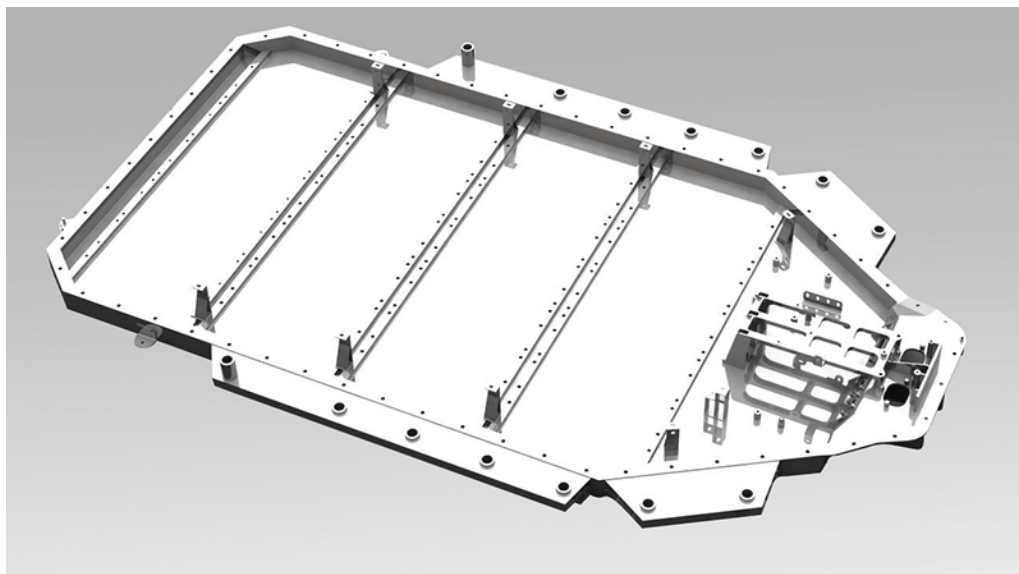
	2020 年	2025 年	2030 年
车辆整备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
高强度钢	强度 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身质量的 30%	2000MPa 级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量达到 190kg	单车用铝量 $\geq$ 250kg	单车用铝量 $\geq$ 350kg

资料来源：中国汽车工程学会，中信证券研究部

电动化趋势催生新的零部件需求

电动化催生新能源电池壳体需求。电池壳体的主要作用是承载动力电池，保障动力电池的工作环境的安全和封闭，因此对强度和密封性能要求较高。新能源汽车的动力电池重量较大，作为对冲，电池壳体往往采用铝合金材料制造。当前电池壳体主要有三种技术方案：铝型材焊接、铝压铸成型、铝冲压焊接。铝压铸方案成型体积较大，成本较高；铝冲压焊接工艺强度不足，密封性能较差；铝型材焊接是目前最主流的方案。铝型材焊接结构相对简单、壳体强度高、体积相对较小，轻量化优势明显。

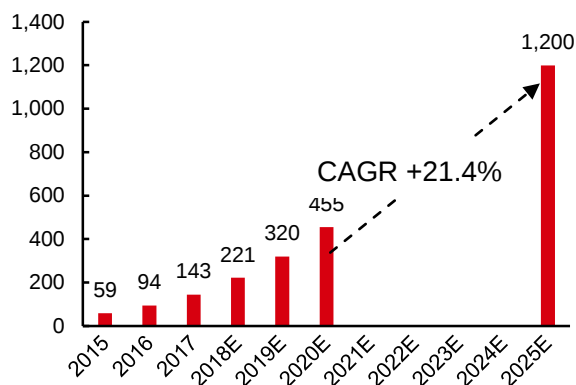
图 19：铝合金电池壳体产品



资料来源：公司官网、中信证券研究部

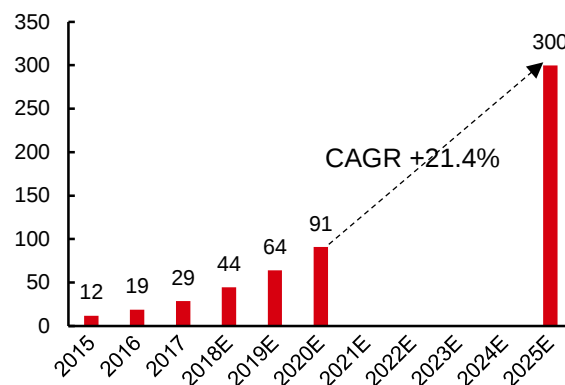
铝电池壳未来市场空间将突破 300 亿元。中汽协产销数据显示，2018 年中国新能源汽车销量同比增长 61.7%，达到 125.6 万辆。我们预测，2019 年全球新能源汽车销量将达到 320 万辆，其中国内新能源汽车销量达到 162 万辆，到 2025 年，全球新能源汽车销量将达到 1200 万辆。按单车价值量 4000 元估算，预计到 2025 年铝电池壳领域将有 300 亿元的市场空间。在铝电池壳体行业，公司的主要竞争对手为本特勒和卡斯马等全球零部件巨头。国内小零部件企业投资能力较低，一般采用粗加工方式，无法满足中高端电池壳体的技术要求。

图 20：全球新能源汽车销量到 2025 年将达到 1200 万辆



资料来源：中国汽车工业协会, 中信证券研究部预测

图 21：全球铝电池壳市场到 2025 将有 300 亿元的空间



资料来源：中国汽车工业协会、中信证券研究部预测

轻量化技术厚积薄发，把握电动化、全球化契机

热成型业务布局前瞻先发制人

国内最早量产热成型车身结构件的供应商之一。公司于 2009 年开始投入热成型金属件研发，2012 年热成型金属件项目在涿州陆续投产。公司现有 13 条热成型产线，其中箱式炉产线 9 条，辊底炉产线 4 条。公司热成型产线分别位于长春、沈阳、烟台、上海、柳州和成都，覆盖了东北、华北、华东、珠三角和西南地区的汽车产业群。

图 22：凌云股份国内产能布局



资料来源：中信证券研究部整理

外资合作与自主研发并行，客户覆盖主流合资品牌。公司箱式炉式热成型产线系与韩国 GNS 合资投建。2013-2016 年，公司与 GNS 先后在沈阳、烟台、长春、广州和柳州成立 5 家合资公司，主要功配套供应通用系客户。公司辊底炉式热成型产线主要为自主研发

集成，目标客户主要为德系客户和自主客户。2016 年，公司成功开发一汽奥迪 B9 热成型系列产品项目，取得一汽奥迪 Q5、大众 CC、X55 等车型热成型零件的开发权，并进入戴姆勒卡、客车热成型产品供货体系；开发了长安标致、上海汽车、广汽、江铃等新客户。2017 年，公司实现高技术含量的不等厚板（TRB，Tailor Rolled Blank）热成型产品在大众车型上的量产配套，彰显了公司热成型技术国内领先的实力。

图 23：凌云股份部分热成型零部件产品和主要客户

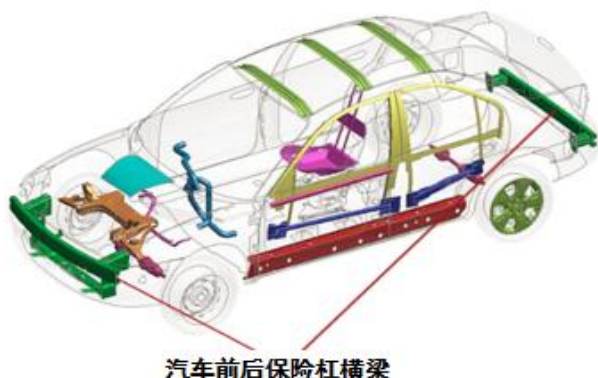


资料来源：公司官网，中信证券研究部

铝加工技术领先，电动化产品升级

铝保险杠横梁产品行业领先，并向新能源电池壳延伸。公司是国内汽车铝保险杠支架自主供应商龙头，2014 年进入宝马铝合金保险杠横梁配套体系；2016 年，公司铝合金产品首次取得北京奔驰、奥迪 Q5 和保时捷等高端车型配套权，并参与开发了吉利汽车 TX5 车型全铝车身结构件。公司通过铝合金保险杠项目在铝型材成型和焊接储备了深厚的技术积累，产品谱系逐步开始向新能源汽车电池壳体延伸。通过这一产品升级，铝合金产品单品配套价值量有望从 350 元体量提升至 2500 元。

图 24：公司的铝合金保险杠产品示意图



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 25：铝合金保险杠产品



资料来源：公司官网，中信证券研究部

公司新能源汽车电池壳体项目已获大量主流豪华、合资品牌订单。2017 年，公司获得华晨宝马 iX3 车型电池壳体项目配套权，为国内获得的首个高端量产车型电池盒项目；

并通过德国子公司 WAG 获得保时捷 J1 电池壳体项目,公司全年共获得 6 款车型电池盒项目定点。截至 2018 年年底,公司已经获得北京奔驰 HX23、大众 MEB 平台和丰田 MSEV 等全球主流整车厂车型或平台的电池壳体项目,在手订单超过 80 亿元。

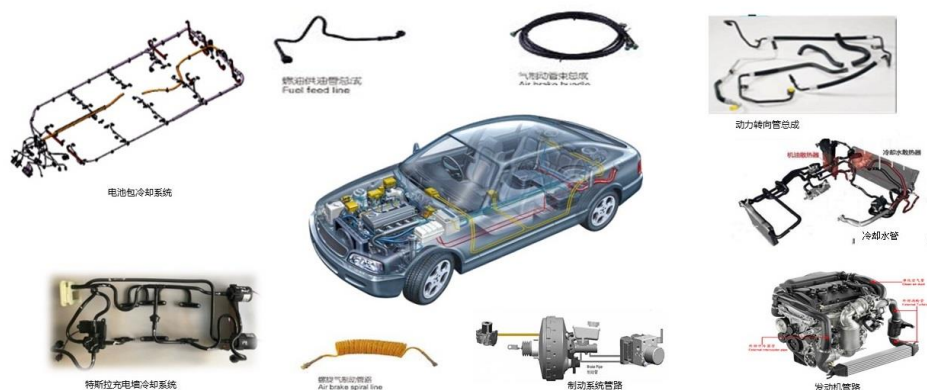
表 3: 公司已获得宝马、保时捷等知名厂商的电池壳项目订单。

电池壳体项目	预计量产时间
2019 年	
北京奔驰电池壳	2020
2018 年	
宝马 i20 电池盒	2020
大众 MQB 平台电池包 B 样定点	
丰田 MSEV 电池包 B 样定点	2020
2017 年	
保时捷 J1 电池盒项目	2019
宝马 iX3 电池盒项目	2020
其他 4 个电池盒项目	2019

资料来源:公司公告, 中信证券研究部

汽车管路业务协同下, 公司未来有望涉足电池包配套。公司汽车管路业务行业领先, 是国内多家主机厂的独家或核心供应商, 并逐步向新能源汽车热管理系统配套渗透。公司现已具备电池包冷却系统配套能力, 已量产配套特斯拉电池冷却管路系统。公司还将投入热管理系统水冷板的产品研发, 未来逐渐实现热管理全套系统的配套。在热管理系统产品和电池壳体产品的业务协同下, 公司未来有望涉足电池包的配套。单个电池包的价值最高可到 10 万元。

图 26: 公司汽车管路主要产品



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

全球化进程开启, 未来成长可期

收购 WAG 开启全球化布局。2015 年 9 月, 公司收购德国铝合金零部件企业 WAG 100% 股权。WAG 为汽车钢、铝材料的轻量化专家, 主要产品包括安全防撞系统(保险杠支架等)、车身结构件、车门配件和掀背式尾门结构等。收购之前, 公司主要客户为保时捷、奥迪和宝马等豪华品牌整车厂。公司收购 WAG, 一方面是为了实现铝合金加工技术的互

补，另一方面是计划借助 WAG 的客户群体完成对欧洲市场和豪华品牌客户的渗透。在收购 WAG 的协同效应下，公司获得了保时捷 J1（德国）、宝马 iX3 车型（中国）、i20 车型（德国）以及大众 MEB 平台（中国）的电池壳体项目。

图 27：WAG 为汽车轻量化结构件专家



资料来源：WAG 官网，中信证券研究部

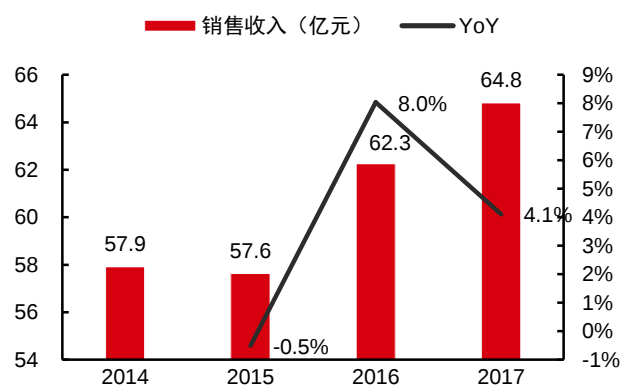
优质资产凯毅德有望注入，增厚公司业绩。凯毅德（Kiekert）创建于 1857 年，是全球汽车门锁系统的技术领先者。2017 年凯毅德销售额达到八亿三千万欧元，服务全球超过 50 个品牌，全球市场份额达到 20%。凌云集团目前持有凯毅德 75% 的股权，而凌云股份是凌云集团目前唯一上市平台，未来凯毅德有望注入凌云股份。凌云集团董事长赵延成在接受中国证券报专访时表示，未来公司会在合适时间将海外优质资产注入上市主体。

图 28：凯毅德主要产品



资料来源：凯毅德官网，中信证券研究部

图 29：凯毅德 2014-2017 年营收增长



资料来源：凯毅德官网，公司财报，中信证券研究部

■ 风险因素

1. 汽车行业销量持续下行；
2. 新能源汽车销量不及预期；

3. 客户年降压力高于预期；
4. 新产品进度不及预期。

■ 盈利预测与估值评级

关键假设及盈利预测

塑料管道系统。公司塑料管道系统主要为市政工程管道业务，该行业较为成熟，增速趋稳，因此预计未来公司该业务每年营收增幅为 2-3%；我们预计毛利率水平总体相对稳定，2018/2019/2020/2021 年毛利率为 18%/18%/17%/17%。

汽车金属及塑料零部件业务。公司金属及塑料零部件业务主要包含金属零部件和塑料零部件两大部分，预计 2018 年金属零部件营收约为 51 亿元，塑料零部件营收约为 40 亿元。公司汽车塑料零部件业务主要为汽车管路系统，行业技术领先，市占率高，市场地位稳固，我们预计 2019/2020/2021 年营收增速为 20%/10.4%/3.8%。随着国六管路量产，毛利率预计略有攀升，2018/2019/2020/2021 年毛利率为 19%/20%/20.5%/20.5%。金属件业务包含传统金属件、热成型和电池壳体：**1) 传统金属件业务。**预计 2018 年传统金属件营业收入约为 51 亿元，未来公司计划调整传统金属件业务，逐渐清理部分低端汽车金属件项目，因此我们预计 2018/2019/2020/2021 年该业务营业收入为 49/47/45.6 亿元，毛利率为 16%/16.5%/17%/17%。**2) 热成型业务。**预计 2018 年热成型业务营业收入大约为 6.5 亿元，预计 2019/2020/2021 年营收为 7.5/9.4/11/11.9 亿元，毛利率为 27%/27%/28%。**3) 电池壳体业务。**截至 2018 年底，公司在手订单约为 82.5 亿元，量产时间区间为 2019-2021 年，预计公司 2018/2019/2020/2021 年电池壳体营收为 0.8/3/7.5/22.5 亿元，毛利率为 22.5%/25%/28%/28%。

表 4：营业收入和毛利率预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
汽车金属件和塑料件业务	54.8	71.9	91.7	98.3	107.5	116.9	135.0
YoY	15.4%	31.3%	27.6%	7.2%	9.3%	8.8%	15.5%
汽车管路业务				40	48	53	55
YoY					20.0%	10.4%	3.8%
传统金属件业务				51.0	49.0	47.0	45.6
YoY					-4.0%	-4.0%	-3.0%
热成型业务				6.5	7.5	9.4	11.9
YoY					15.4%	25.0%	27.0%
电池壳体业务				0.8	3	7.5	22.5
YoY					275.0%	150.0%	200.0%
塑料管道业务	14.6	13.9	19.4	20.0	20.6	21.0	21.4
YoY	-2.0%	-4.8%	39.6%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%
其他主营业务	1.2	1.1	1.7	0.9	0.9	0.9	0.9
YoY	8.4%	-6.0%	57.8%	-47.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	1.9	2.1	5.6	6.1	6.1	6.1	6.1
YoY	-9.0%	10.4%	163.4%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
合计	72.5	89.0	118.4	125.3	135.1	144.9	163.4
YoY	10.5%	22.8%	33.1%	5.8%	7.8%	7.3%	12.8%
毛利							
汽车金属件和塑料件业务	11.0	14.4	17.7	17.7	20.5	23.6	28.7
毛利率	20.0%	20.0%	19.3%	18.0%	19.0%	20.2%	21.2%
汽车管路业务				7.6	9.6	10.9	11.3
毛利率				19.0%	20.0%	20.5%	20.5%
传统金属件业务				8.2	8.1	8.0	7.8
毛利率				16.0%	16.5%	17.0%	17.0%
热成型业务				1.8	2.0	2.6	3.3
毛利率				27.0%	27.0%	28.0%	28.0%
电池壳体业务				0.2	0.8	2.1	6.3
毛利率				22.5%	25.0%	28.0%	28.0%
塑料管道业务	3.3	3.0	3.7	3.6	3.7	3.6	3.6
毛利率	22.8%	21.9%	19.0%	18.0%	18.0%	17.0%	17.0%
其他主营业务	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
毛利率	19.0%	22.9%	19.2%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
其他业务	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
毛利率	13.0%	12.2%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
合计	14.8	17.9	22.1	21.8	24.7	27.7	32.8
毛利率	20.4%	20.1%	18.7%	17.4%	18.3%	19.1%	20.1%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

估值与评级

考虑公司处于汽车零部件制造行业，我们认为采用市盈率估值较为合理。考虑新能源汽车结构件行业的可比公司，我们认为 A 股的旭升股份和拓普集团是具有可比性的标的。旭升股份主营业务为铝合金高压铸造件，单车配套价值量高，且为纯正的特斯拉产业链标的，特斯拉业务占比超过 60%，业绩具有较高弹性，当前股价对应 2019 年 EPS 为 31 倍 PE。拓普集团同属汽车零部件行业，主营业务中同样有新能源汽车铝合金底盘件，供应特斯拉、吉利和比亚迪等新能源汽车客户，当前股价对应 2019 年 EPS 为 19 倍 PE。

公司是汽车轻量化金属件龙头，率先配套中高端客户电池壳，单车价值量提升在 2500 元以上。公司在手订单量领先，产品优势显著，全球化配套加速。我们预测公司 2019/20/21 年 EPS 为 0.57/0.71/1.03 元，考虑公司的业绩成长性，尤其是 2021 年以后大量新能源汽车订单的量产，结合行业平均估值水平，我们认为公司合理估值为 2019 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 17.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价	EPS（元/股）				PE（倍）				PB（倍）
			（元）	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	2018E
600480	凌云股份	CNY	11.95	0.68	0.55	0.71	1.03	17	21	16	11	1
603305	旭升股份	CNY	36.2	0.55	0.84	1.19	1.48	69	44	31	25	11
601689	拓普集团	CNY	20.59	1.01	1.06	1.07	1.19	20	19	19	17	2

资料来源：WIND，中信证券研究部预测 注：股价为 2018 年 3 月 20 日收盘价，旭升股份盈利预测为万得一致预期。

表 6：公司盈利预测表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,897.88	11,844.95	12,530.00	13,506.00	14,488.86
营业收入增长率	23%	33%	6%	8%	7%
净利润(百万元)	213.03	331.03	260.58	323.94	470.46
净利润增长率	55%	55%	-21%	24%	45%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.47	0.73	0.57	0.71	1.03
毛利率%	20%	19%	18%	18%	19%
净资产收益率 ROE%	6.09%	8.74%	6.60%	7.73%	10.31%
每股净资产（元）	7.69	8.32	8.67	9.21	10.03
PE	25	16	20	16	11
PB	1	1	1	1	1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)					
指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,898	11,845	12,530	13,506	14,489
营业成本	7,110	9,636	10,319	11,038	11,722
毛利率	20.10%	18.65%	17.65%	18.27%	19.10%
营业税金及附加	57	77	88	95	101
销售费用	433	489	501	540	580
营业费用率	4.86%	4.12%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用	710	879	1,002	1,080	1,159
管理费用率	7.98%	7.42%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用	116	112	76	57	21
财务费用率	1.31%	0.94%	0.60%	0.42%	0.14%
投资收益	55	40	55	50	50
营业利润	468	697	584	726	950
营业利润率	5.26%	5.70%	4.66%	5.38%	6.56%
营业外收入	30	24	42	30	30
营业外支出	10	16	10	10	10
利润总额	488	705	616	746	970
所得税	107	131	92	112	145
所得税率	21.82%	19.23%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	169	243	272	311	354
归属于母公司股东的净利润	213	309	251	324	470
净利率	2.39%	2.61%	2.01%	2.40%	3.24%

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	488	683	616	746	970
所得税支出	-107	-131	-92	-112	-145
折旧和摊销	577	489	486	520	541
营运资金的变化	-275	-265	-292	-140	-128
其他经营现金流	-124	-13	36	26	-23
经营现金流合计	559	763	753	1,040	1,214
资本支出	-663	-813	-328	-260	-180
投资收益	55	40	55	50	50
其他投资现金流	-111	5	0	0	0
投资现金流合计	-719	-769	-273	-210	-130
发行股票	33	125	0	0	0
负债变化	2,875	5,407	50	-703	-767
股息支出	-64	-100	-100	-81	-105
其他融资现金流	-2,992	-5,078	-76	-57	-21
融资现金流合计	-148	354	-125	-842	-893
现金及现金等价物净增加额	-307	348	355	-11	191

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)					
指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,367	1,823	2,178	2,167	2,358
存货	1,501	1,577	1,689	1,806	1,918
应收账款	1,460	1,552	1,973	2,038	2,121
其他流动资产	1,340	1,893	1,891	2,060	2,218
流动资产	5,668	6,845	7,731	8,071	8,616
固定资产	2,185	2,398	2,300	2,110	1,760
长期股权投资	393	410	410	410	410
无形资产	347	353	353	353	353
其他长期资产	1,422	1,846	1,786	1,716	1,706
非流动资产	4,347	5,006	4,848	4,588	4,228
资产总计	10,015	11,851	12,579	12,659	12,844
短期借款	1,047	2,296	2,347	1,643	876
应付账款	1,854	2,204	2,360	2,525	2,681
其他流动负债	2,081	1,583	1,680	1,746	1,822
流动负债	4,982	6,083	6,387	5,915	5,380
长期借款	56	249	249	249	249
其他长期负债	161	170	170	170	170
非流动性负债	217	419	419	419	419
负债合计	5,199	6,503	6,807	6,334	5,799
股本	451	455	455	455	455
资本公积	1,739	1,785	1,785	1,785	1,785
归属于母公司所有者权益合计	3,499	3,787	3,938	4,180	4,545
少数股东权益	1,317	1,562	1,834	2,145	2,500
股东权益合计	4,816	5,349	5,772	6,325	7,045
负债股东权益总计	10,015	11,851	12,579	12,659	12,844

主要财务指标					
指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	22.82%	33.12%	5.78%	7.79%	7.28%
营业利润增长率	24.82%	44.11%	-13.39%	24.31%	30.77%
净利润增长率	54.96%	45.08%	-18.65%	28.67%	45.24%
毛利率	20.10%	18.65%	17.65%	18.27%	19.10%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	7.22%	7.49%	8.12%
净利率	2.39%	2.61%	2.01%	2.40%	3.24%
净资产收益率	6.09%	8.16%	6.38%	7.74%	10.34%
总资产收益率	2.13%	2.61%	2.00%	2.56%	3.66%
资产负债率	51.91%	54.87%	54.11%	50.03%	45.15%
所得税率	21.82%	19.23%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	30.06%	32.39%	32.39%	32.39%	32.39%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。